

把握中长线投资机会

——2010 年房地产行业中期策略报告

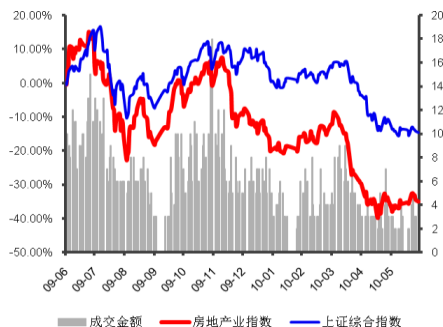
中性(维持)

报告摘要:

市场数据

房地产行业指数	1293.85
三个月涨跌幅	-23.4%
上证综合指数	2552.82
沪深 300 指数	2736.29

行业相对股价表现



相关研究

《房地产行业：下跌空间有限，等待一触即发的反弹》2010-04-11

《冠城大通(600067):业绩增长确定,布局国家重点规划区域》2010-03-17

《福星股份(000926)独特的开发模式,具有持续的成长性》2010-01-18

《黑牡丹(600510)打造常州城市资源的开发平台》2009-12-28

《苏州高新(600736)面临向上大转折机遇》2009-11-16

分析师:

郑庆平 (S0120208060039)

黄玉梅(联系人)

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

房地产行业又到调控时: 此次政策力度空前,特别是在限制需求层面,二套房按照家庭层面来进行认定,实行严厉的差异化信贷政策,限制外地人口购房,同时还实行政治问责制。此政策的严厉程度超出了我们二季度的预期。当前市场需求受到抑制,5月当月的销售面积环比下降了15.82%。购房信贷的收紧对销售的影响较大。目前的房价已出现松动,不过出现降价的楼盘主要分布在上海、深圳等一线城市以及重庆的高端住宅。

政策预期: 此次地产调控出现在我国经济结构转型的关键时期,我们有以下判断: 1、本轮调控有其必然性,具有不可逆性。同时政府也部署好了相关的配套措施以缓解调控政策的冲击,即保障房的建设、收入分配改革以及汇率改革。当前地产调控政策短期内转向的可能性不大。2、房地产支柱地位的削弱,会直接影响以土地为基础的地方财政支出,未来地方财政模式将发生改变,征税(包括房产税、土地增值税)是必然的。3、转型和改革不是一蹴而就的,改变房地产行业地位的调控也将会是逐步进行的,并且不论是出于卖地还是征税的意图,政府都不期望房价大跌。

从短期来看, 下半年地产商与政府的博弈还将持续,主要是降价的幅度和政策适度放松的时间之间的博弈。因此下半年整体的趋势性机会不大。不过目前地产股估值较低,存在估值修复的需求。价跌量升或者政策的适度放松,或将成为反弹的导火线。

从长期来看, 我们把握两方面的投资思路:

1、我国城市化城镇化进程还在继续,房地产行业的景气度还未结束。不过未来地产行业的收入增速将下降,盈利空间将收窄。房地产开发企业未来的发展模式,将由规模化快速周转向品牌建设、质量提升以及完善服务转变。具有较强资金实力、管理实力以及独特开发经营模式的企业将脱颖而出。

2、过去经济发展的动力来自于“不均衡”,而未来的发展路径将是“不均衡”到“均衡”。因此部分区域城市化率的加速提升以及收入的加速提升,将带来行业的结构性机会。看好重庆、武汉、合肥、常州等二线具有人口、资本的集聚效应的城市。

看好: 福星股份、冠城大通、金融街、金地集团、黑牡丹

目录

1.行业又到调控时	1
1.1 政策回顾	1
1.2 对需求的抑制明显，价格出现松动.....	1
1.3 年底商品房降价压力加大.....	3
2.几点分析与判断	4
2.1 本轮调控不可逆，也不会逆，短期内转向的可能性不大。	4
2.2 未来地方政府的财政收入模式将发生改变，征税（包括房产税、土地增值税）是必然的。	6
2.3 房价下跌的幅度将不大.....	7
3.行业发展的趋势	7
3.1 行业增速或放缓，盈利能力收窄	8
3.2 区域振兴带来的结构性机会	9
4.投资策略	9
4.1 估值具有中长期的吸引力	9
4.2 重点公司	11

图表

图表 1 2010 年 4 月中旬以来的地产调控政策	1
图表 2 成交迅速萎缩	2
图表 3 销售面积萎缩呈梯级	2
图表 4 6 月实际成交单价	3
图表 5 可售面积还处于低位	3
图表 6 2010 年全国新增供应预计同比增长 38%	4
图表 7 资本形成是 GDP 增长的主要动力	5
图表 8 资产价格涨幅明显快于 CPI（1999=100）	5
图表 9 2008-2010 年《经济体改重点工作意见的通知》对比	6
图表 10 一线城市土地购置面积占比逐年减少	7
图表 11 一线城市的新开工增速低于全国平均	7
图表 12 房地产开发商利润空间将收窄	8
图表 13 城市化率的差别（08 年数据）	9
图表 14 月供收入比（2010 年 1Q）	9
图表 15 二季度房地产行业的相对表现	10
图表 16 重点股票的估值	10

1.行业又到调控时

从 2003 年政府将房地产业确定为支柱产业以来，2010 年 4 月开始的这一轮调控，政府调控的决心史无前例。

1.1 政策回顾

此次政策力度空前（图表 1），特别是在限制需求层面，二套房按照家庭层面来进行认定，实行严厉的差异化信贷政策，限制外地人口购房。关键还有政治问责制来配合实施效果。此政策的严厉程度超出了我们二季度的预期。

图表 1 2010 年 4 月中旬以来的地产调控政策

时间	政策	基本内容
4. 17	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（（国版新 10 条）	(二)建立考核问责机制。(三)实行更为严格的差异化住房信贷政策。商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数。
4. 30	北京市人民政府贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨文件的通知（京十二条）	最严厉的地方细则：商业银行根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市居民，暂停发放购买住房贷款。自本通知发布之日起，暂定同一购房家庭只能在本市新购买一套商品住房。
5. 17	《关于土地增值税清算有关问题的通知》	
5. 31	国务院批转发改委关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见的通知，逐步推进房产税改革。	逐渐明确了房产税改革
6. 3	国税总局划定土地增值税预征最低限	根据国家税务总局要求，除保障性住房外，东部地区省份预征率不得低于 2%，中部和东北地区省份不得低于 1.5%，西部地区省份不得低于 1%，各地要根据不同类型房地产确定适当的预征率。
6. 7	二套房认定标准划定	消除了地方和银行可以操作的空间，保证政策的执行效果

资料来源：德邦研究

1.2 对需求的抑制明显，价格出现松动

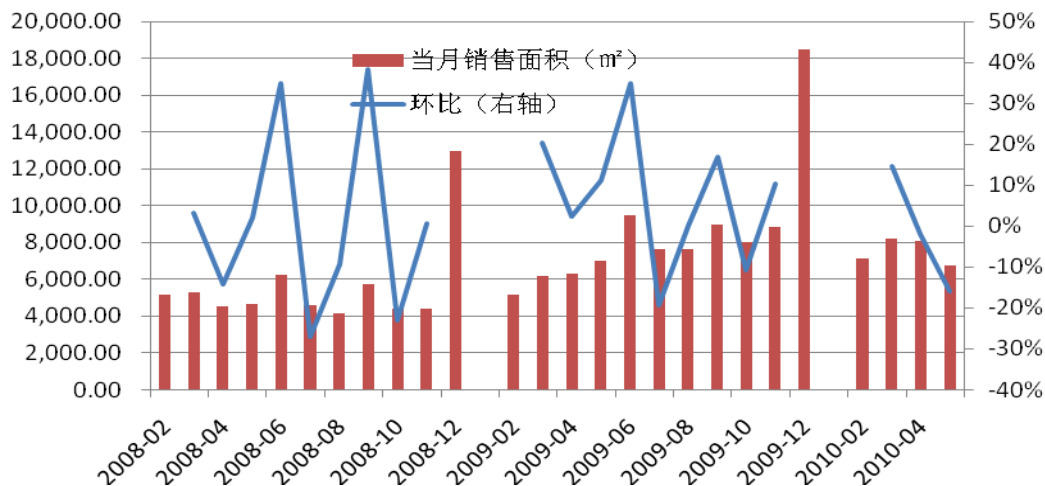
从 4 月 17 日，国十条出台之后，销售需求立马受到抑制，5 月当月的销售面积环比下降了 15.82%（图表 2）。另外购房信贷的收紧对销售的影响较大，5 月销售中全款付清的

比例提升。分区域来看，一二三线城市成交萎缩出现分化。交易面积的萎缩首先表现为4月份北京、上海、广州等一线城市的缩量。然后扩散到二线城市。到5月份，大连、沈阳等3线城市成交影响不大（图表3）。

目前的房价已出现松动，不过也开始出现分化。我们统计了部分在售楼盘，对应相同户型的实际成交单价，发现出现降价的楼盘分布在上海、深圳等一线城市，重庆因为政府对地产调控的态度坚决，尤其是大户型住宅的降价幅度较大（图表4）。

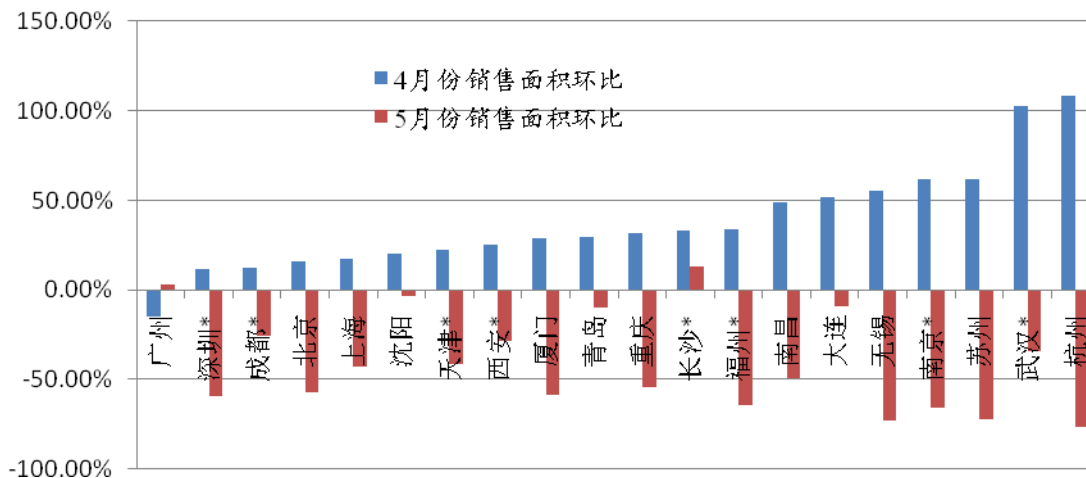
我们可以看到，目前的房价有些松动，但是整体来看，房价的降幅还比较扭捏。我们认为，开发商目前资金充足，并不急于快速降价回笼资金；二是寄希望政策能像08年那样出现转折。

图表 2 成交迅速萎缩



资料来源：国家统计局，德邦研究

图表 3 销售面积萎缩呈梯级



资料来源：中国指数研究院，德邦研究

*为住宅面积统计，其他为商品房面积统计

图表 4 6 月实际成交单价

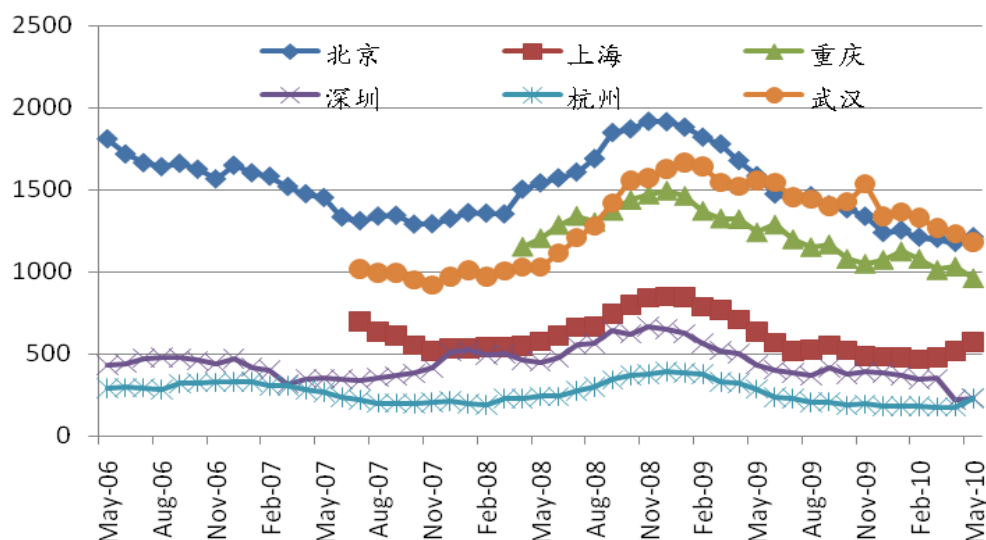
		户型	5 月成交单价	6 月成交单价	价格变化
上海	万科晶源	60(含)-90 平方米	23208.09	20896.93	-9.96%
		120(含)-150 平方米	26984.73	27128.99	0.53%
	复地富顿街区	60(含)-90 平方米	15780.61	15271.88	-3.22%
		120(含)-150 平方米	15665.28	14679.63	-6.29%
重庆	龙湖花千树	200(含)-平方米以上	14111	13934	-1.25%
	恒大绿洲第一期	90(含)-120 平方米	5305	5402	1.83%
		120(含)-150 平方米	5653	5129	-9.27%
		150(含)-180 平方米	5848	5371	-8.16%
	万科朗润园	60(含)-90 平方米	4602	5847	27.05%
		180(含)-200 平方米	6462	5865	-9.24%
		150(含)-180 平方米	5481	5274	-3.78%
深圳	侨城馨苑	60(含)-90 平方米	25000	25000	0.00%
	十悦（招商澜园二期）	60 平米以下	13333	14000	5.00%
		60(含)-90 平方米	13182	14000	6.21%
南京	荣盛水景城 3 期		4060	零成交	0.00%
苏州	雅戈尔未来城(风尚)	60 平米以下	9267	11750	26.79%
		60(含)-90 平方米	9000	11894	32.16%
		90(含)-120 平方米	8950	11733	31.09%
		120(含)-150 平方米	9000	12500	38.89%
	水秀坊	200(含)-平方米以上	11833	16000	35.22%
合肥	华润紫云府	90(含)-120 平方米	7187	7203	0.22%
		120(含)-150 平方米	7091	7202	1.57%
	万科金色名郡	60(含)-90 平方米	9189	9298	1.19%

资料来源：中国指数研究院，德邦研究，截止时间6月20日

1.3 年底商品房降价压力加大

目前一手房的可售量并没有大幅的增加，可售面积还处于 08 年以来的低位（图表 5）。但是 5 月份新开工面积增速不减，累计同比增速 72.5%。开发商目前还没有调整新开工计划。根据 09 年下半年新开工的情况预测，10 年底全国新增商品房供应将同比增长 38%（图表 6）。按照当前的销售进度，年底商品房的降价压力将加大。

图表 5 可售面积还处于低位



资料来源：中国指数研究院，德邦研究

图表 6 2010 年全国新增供应预计同比增长 38%

Residential GFA Available for Sale (Supply) in 2010 by Region

	Eastern Seaboard	Yangtze River Delta	Northeastern China	Western China	Central China	Others	National
2009	115	114	137	116	172	72	728
2010E	119	124	234	171	272	85	1,005
YoY Change (%)	3	9	71	47	58	17	38
Eastern Seaboard	Beijing, Tianjin, Shanghai and Guangdong						4
Yangtze River Delta	Jiangsu and Zhejiang						2
Northeastern China	Hebei, Liaoning, Shandong, Jilin and Heilongjiang						5
Western China	Guangxi, Chongqing, Sichuan, Guizhou and Yunnan						5
Central China	Shanxi, Anhui, Jiangxi, Henan, Hubei, Hunan, Shaanxi						7
Others	Inner Mongolia, Tibet, Gansu, Qinghai, Ningxia, Xinjiang, Hainan, Fujian						8
Total							31

资料来源：Morgan Stanley, 德邦研究

2. 几点分析与判断

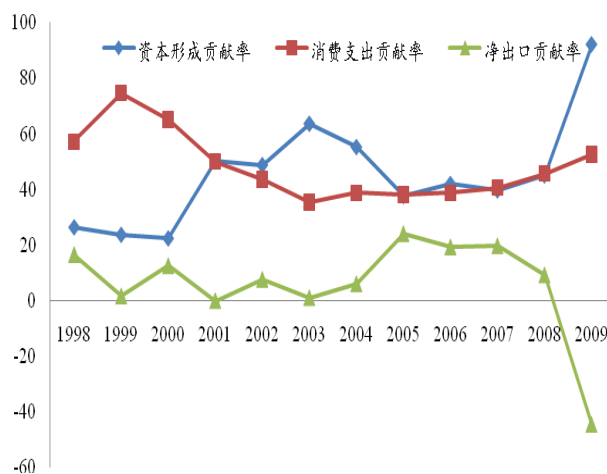
对于未来的政策走向，我们认为不会再出现 08 年那样的政策反复：首先，09 年中国经济逐步复苏，2010 年上半年出口、消费也出现了稳步增长，房地产投资新开工同比增速均维持高位。经济与投资大环境向好排除了政府的后顾之忧，09 年土地市场的火热也使财政资金充裕，这使得本轮政策调控政府底气十足。其次，更重要的是经济结构调整的必要性。我们有以下三个观点：

2.1 本轮调控不可逆，也不会逆，短期内转向的可能性不大。

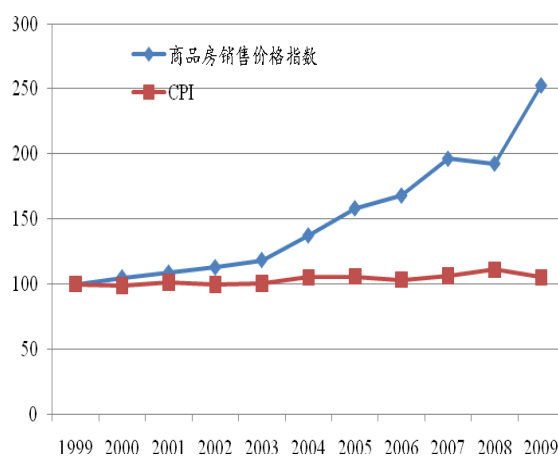
过去 10 年经济的繁荣是由“不平衡”发展拉动：产业的不平衡（确立房地产业的支柱

地位) (图表 7)、区域发展的不平衡 (东部沿海地区优先发展) 和收入分配的不平衡 (让一部分人先富起来)。我们可以看到, 在这种模式下的房地产行业得到了快速的发展: 房地产业得到扶持, 投资加速——经济发展——收入提升及分化, 需求支撑——强化房价、产业繁荣。但是 10 年后的今天, 我们发现资产价格的严重脱离物价 (图表 8), 房价收入比加大, 贫富差距加大。北京师范大学收入分配与贫困研究中心主任李实教授研究表明, 收入最高 10% 人群和收入最低 10% 人群的收入差距, 已从 1988 年的 7.3 倍上升到 2007 年的 23 倍。经济方式和经济结构到了不得不调整的时期。

图表 7 资本形成是 GDP 增长的主要动力



图表 8 资产价格涨幅明显快于 CPI (1999=100)



数据来源: 德邦研究

房地产政策的打压使得房价和新开工迅速下降的后果, 将对经济产生较大的冲击。这也是政策出来后, 市场预期政府受经济约束将会调整调控政策的原因。但是我们认为, 此次政府是做好了充分的准备来应对房地产的调控, 那就是保障房的建设、收入分配改革, 以及人民币升值。

保障房建设能有效的缓解因政策调控带来的商品房新开工的减少。根据 2010 政府工作报告, 2010 年计划建设保障性住房 300 万套, 各类棚户区改造住房 280 万套。按照每套 60 m², 建安成本 1000 元/m², 预计需要 3500 亿投资, 为 09 年开发投资的 10%, 能有效的缓解因政策调控带来的商品房新开工的减少。第二就是收入分配改革。政府期望通过提高收入, 平衡房价收入比, 提升住房购买力。第三, 工资收入的提升, 长期内将面临通胀的压力, 提出人民币汇改以试图缓解通胀压力。

2.2 未来地方政府的财政收入模式将发生改变，征税（包括房产税、土地增值税）是必然的。

房地产支柱地位的削弱，会直接影响以土地为基础的地方财政支出。我们认为未来地方政府的财政模式将发生改变，财政缺口将通过税收的方式补充。目前所讨论的房产税和土地增值税都将是征收或清算的重点。

以土地增值税来说，目前很多城市都没有严格的清算。以 09 年商品房销售收入 3.6 万亿计算，按 1%预提率，财政收入为 360 亿，而严格清算（按照 30%的增值率，30%平均税率保守计算），增值税为 3240 亿，相当于 09 年土地整体收入的 20%。

房产税目前还没有结论，不过从 5 月 31 日，国务院批转发改委《关于 2010 年深化经济体制改重点工作意见的通知》中，看出房产税渐行渐近，成为必然趋势。通过对比 2008-2010 年《深化经济体制改重点工作意见的通知》，今年首次用“房产税改革”的表述替代“物业税改革”，我们认为这是政府在房产税制改革过程中的一次调整。房产税的推进易于物业税，表明税制改革的进程将加快。

图表 9 2008-2010 年《经济体制改重点工作意见的通知》对比

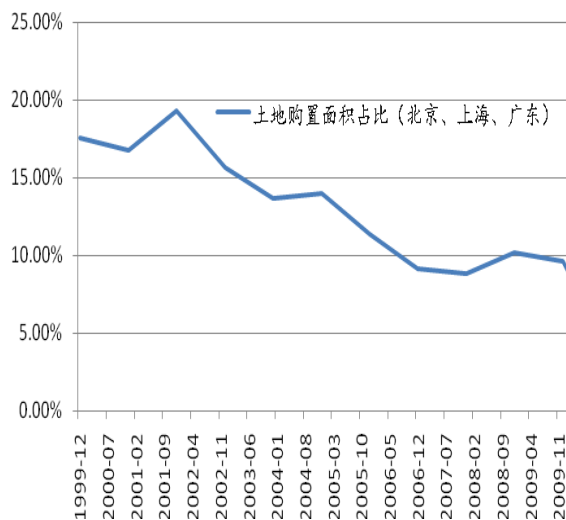
年份	背景及目的	关于房地产税收政策	关于民生保障
08 年	全面贯彻党的十七大精神，深入贯彻落实科学发展观，围绕转变经济发展方式，促进经济社会协调发展，进一步深化经济体制改革，完善社会主义市场经济体制，为推动科学发展、促进社会和谐提供强大动力和体制保障。	推进税收制度改革，研究推进房地产税制改革。	进一步完善社会保障制度，落实廉租住房和经济适用住房制度，完善住房公积金制度。
09 年	今年是进入新世纪以来我国经济社会发展最为困难的一年。应对危机作为深化改革的契机，围绕扩内需、保增长、调结构、惠民生，切实推进重点领域和关键环节改革，推动形成有利于科学发展与和谐的体制机制。	深化房地产税制改革，研究开征物业税。	健全廉租住房制度，规范经济适用住房建设与管理，建立健全保障性住房规划建设管理体制。推动林区棚户区房屋产权制度改革试点。
10 年	今年是继续应对国际金融危机、保持经济平稳较快发展的关键一年。围绕转变经济发展方式、保障和改善民生深化改革，着力增强发展的内在动力和可持续发展能力，为夺取应对国际金融危机冲击全面胜利和“十二五”规划顺利实施奠定坚实的体制基础。	逐步推进房产税改革。	建立健全保障性住房规划建设管理体制，加快廉租住房、公共租赁住房和经济适用住房建设，推进城市和工矿区棚户区改造，出台关于促进房地产市场长远健康发展的综合性政策。

数据来源：德邦证券研究所

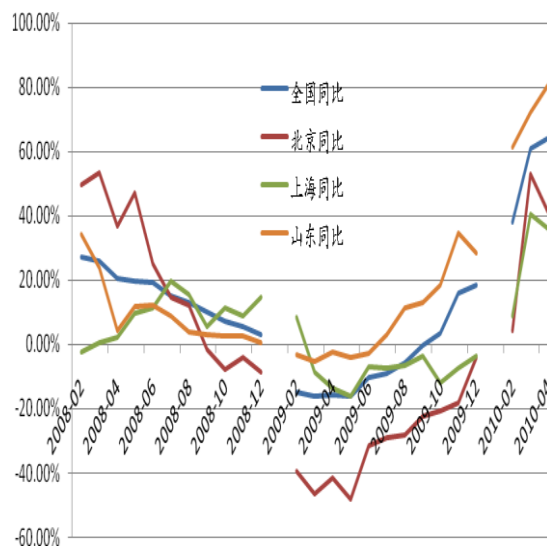
2.3 房价下跌的幅度将不大

首先，未来新房供应的结构性差异决定。受政策重点打击的一线城市，10 年新增面积供应量小，同比仅增长 3-9%。这些城市的楼盘降价的动力不足（图表 10-11）。而供应量较大的二三线城市，将受益于国家正在开展的产业转移以及城镇化建设，存在较大的刚性需求。整体来看，房价大跌的动力不大。

图表 10 一线城市土地购置面积占比逐年减少



图表 11 一线城市的新开工增速低于全国平均



数据来源：wind，德邦研究

其次，转型和改革不是一蹴而就的，因此改变房地产行业地位的调控也将会是逐步进行的，房价的涨幅是受到控制，但是未来政府不论是出于卖地还是征税的意图，对房价的期望都不希望下跌。最理想的状态就是走香港的道路，高收入高房价，同时支撑保障性建设的财政支出。

3. 行业发展的趋势

我国城市化城镇化进程还在继续，房地产行业的景气度还未结束。从 86 年开始的商品住宅累计销售面积 52 亿平米，如果按照每套 70-100 m² 计算，合计约有商品住宅 5200-7400 万套，按照当前 2 亿城镇家庭的数量，商品住宅拥有率仅在 25%-35% 左右。商品房住宅拥有率还有提升空间。另外中国有 16 亿人口，目前的城市化率为 46%，假设每套 3 个人，商品房住宅的需求为 2.5 亿套。假设算上公房，过去十多年供需平衡。而未来要将城市化

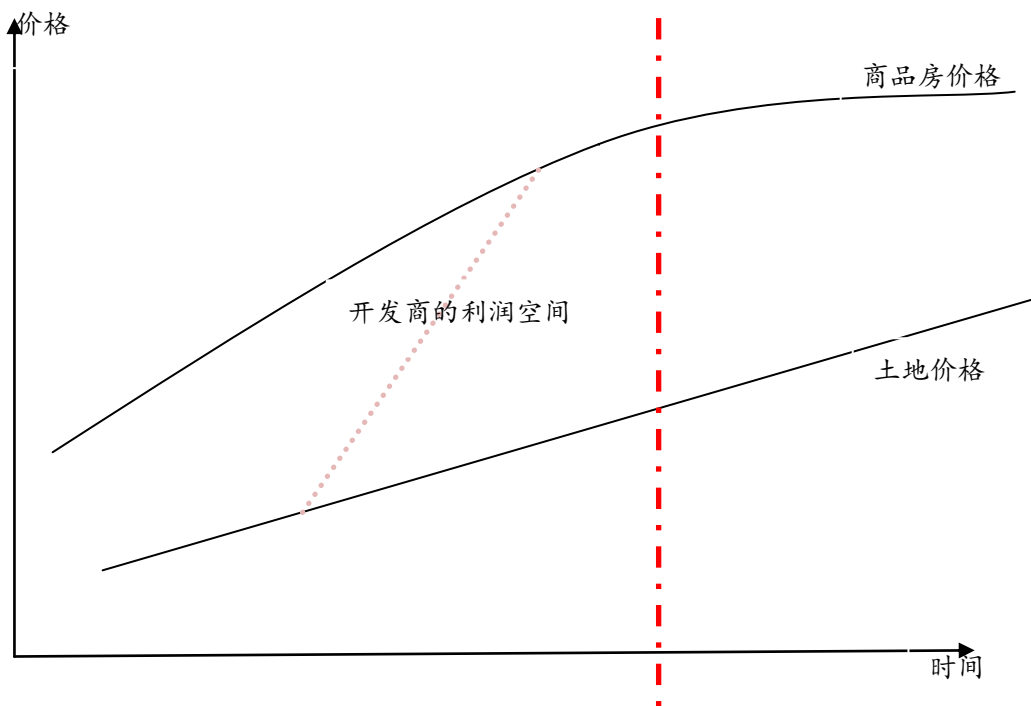
率提升到 60%，意味着 2 亿的人口要来到城市，还需要 7000 万套商品房，而 09 年全年的销售套数为 900 万套左右。

不过房地产价格上涨的预期降低，投资投机性需求将大幅下降，我们认为未来房地产成交的数量增幅将下降。行业整体增速将下降，过去依靠拿地-开发-出售的快速周转粗放型模式将面临瓶颈，随着高成本土地入市，行业利润率也将下降。中长期来看，行业集中度将提高，看好具备资金实力、开发和管理实力，独特经营模式的企业；产业转移、区域振兴以及城市群兴起将带来结构性机会。

3.1 行业增速或放缓，盈利能力收窄

过去地产商的盈利模式主要依靠拿地-开发-出售的快速周转粗放型模式，其本质，是随着房价的上涨，赚取土地的时间价值。随着未来房价涨幅的缩小，高价土地进入市场，未来开发商整体的利润空间将收窄（图表 12）。房地产开发企业未来的发展模式，将由规模化快速周转向品牌建设、质量提升以及完善服务转变。具有较强资金实力、管理实力以及独特开发模式的企业将脱颖而出。

图表 12 房地产开发商利润空间将收窄



资料来源：wind，德邦研究

3.2 区域振兴带来的结构性机会

过去经济发展的动力来自于“不均衡”，而未来的发展路径将是“不均衡”到“均衡”。因此部分区域城市化率的加速提升以及收入的加速提升，将带来行业的结构性机会。从图表 13-14 中看出，一线城市的城市化进程接近尾声，二线城市城市化率具有加速提升的要求。而二线城市较低的生活成本是吸引人口流动的重要因素。

正如我们之前分析的，未来城市化率提升到 60%，将还有 2 亿人口流入城市，而对这些人口的吸纳主要来自新的特大城市或城市群。我们认为 09 年国务院共批复 11 个区域规划正是此意图。我们看好重庆、武汉以及海西规划带来的产业转移、资本转移、人口流动对房地产行业的促进作用。

图表 13 城市化率的差别（08 年数据）

城市	城市化率	城市	城市化率
北京	84.9%	重庆	48.34%
上海	88.6%	武汉	64.5%
广州	89.8%	合肥	43.14%
天津	76.31%	全国	45.7%

数据来源：wind，德邦研究

图表 14 月供收入比（2010 年 1Q）

城市	月供收入比	城市	月供收入比
北京	80%	重庆	26%
上海	65%	武汉	28%
深圳	60%	西安	23%
杭州	58%	全国	32%

数据来源：Deutsche bank，德邦研究

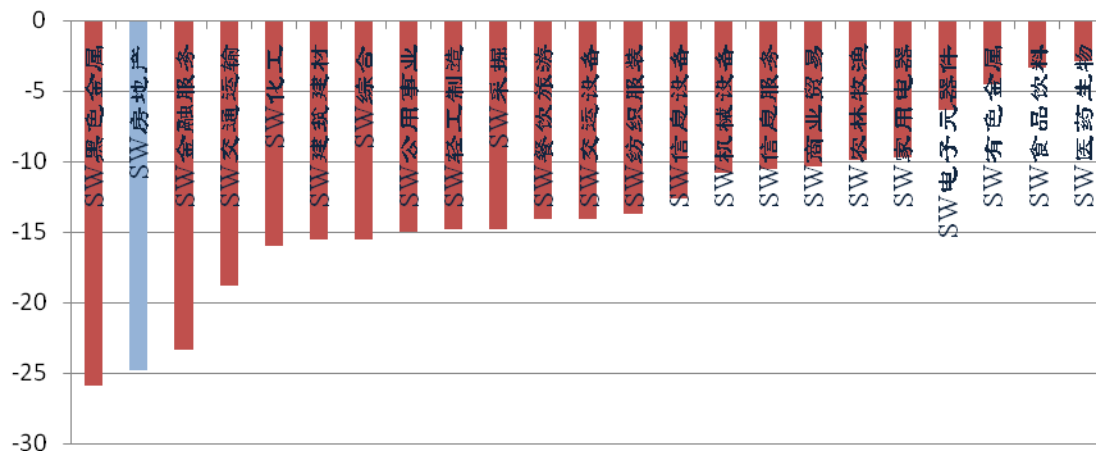
4. 投资策略

4.1 估值具有中长期的吸引力

房地产二季度的表现在 23 个 sw 行业中，跌幅榜前位。行业平均跌幅 25%（图表 15）。当前核心股票的 2010 年平均动态 PE 为 12-14 倍，相对于一致预测的 NAV 估值约折价 30%。08 年市场预计的估值折价大约在 40% 左右。我们假设房价下跌 10%，对应的折价约为 15%。我们认为当前的市场环境并不会比 08 年更恶劣，当前市场对地产的看法过于悲观。尽管我们认为未来行业盈利能力收窄，但是 15-20% 的年增速还是可期的。中长期来看，当前地产股的估值具有吸引力。

从短期来看，下半年地产商与政府的博弈还将持续，主要是降价的幅度和政策适度放松的时间之间的博弈。因此下半年整体的趋势性机会不大。不过目前地产股估值较低，存在估值修复的需求。价跌量升或者政策的适度放松，或将成为反弹的导火线。

图表 15 二季度房地产行业的相对表现



资料来源: wind, 德邦研究

图表 16 重点股票的估值

公司名称	收盘价(元)	09EPS(元)	10EPS(元)	11EPS(元)	09PE(倍)	10PE(倍)	11PE(倍)	投资评级	NAV	P/NAV	价格-10%
冠城大通	8.880	0.3857	1.00	1.33	23.02	8.92	6.70	买入	13.2	67.27%	79.14%
福星股份	9.220	0.4738	0.72	0.8	19.46	12.86	11.53	买入	11.88	77.61%	91.31%
金融街	8.900	0.5504	0.65	0.81	16.17	13.61	10.94	买入	14.16	62.85%	73.94%
金地集团	6.860	0.3972	0.54	0.68	17.27	12.82	10.03	买入	9.2	74.57%	87.72%
黑牡丹	10.670	0.4583	0.52	0.65	23.28	20.38	16.42	增持	——	——	——
阳光城	12.350	0.5414	1.50	1.71	22.81	8.25	7.24	增持	22	56.14%	66.04%
世贸股份	12.440	0.1760	1.02	1.32	70.68	12.22	9.43	增持	23.87	52.12%	61.31%
st 东源	9.000	0.0665	0.52	0.58	135.34	17.31	15.52	增持	——	——	——
广宇发展	12.480	0.1596	0.18	0.20	78.20	70.31	61.54	中性	——	——	——
中南建设	9.960	0.4793	0.83	1.11	20.78	12.00	8.99	增持	15.3	65.10%	76.59%
招商地产	16.290	0.9574	1.29	1.60	17.01	12.58	10.17	中性	19.93	81.74%	96.16%
宁波富达	6.760	0.1586	0.47	0.72	42.62	14.44	9.35	中性	——	——	——
天保基建	10.970	0.3421	0.74	1.54	32.07	14.83	7.13	中性	——	——	——
苏州高新	6.110	0.2382	0.43	0.55	25.65	14.27	11.15	中性	——	——	——
华侨城 A	13.320	0.5489	0.72	0.91	24.27	18.46	14.61	增持	18.06	73.75%	86.77%
保利地产	11.440	0.7691	1.06	1.33	14.87	10.77	8.60	买入	19.09	59.93%	70.50%
鲁商置业	7.390	0.4389	0.76	1.09	16.84	9.78	6.76	中性	7.93	93.19%	109.64%
渝开发	9.820	0.2226	0.23	0.41	44.12	42.27	23.86	中性	——	——	——
世联地产	26.360	0.6932	1.47	1.77	38.03	17.90	14.89	增持	——	——	——
中天城投	10.050	0.5041	0.81	1.49	19.94	12.37	6.77	增持	12.17	82.58%	97.15%
平均					35.12	17.82	13.51			70.57%	83.02%

资料来源: wind, 德邦研究

4.2 重点公司

中长期看好金地集团、福星股份、冠城大通、金融街、黑牡丹。

福星股份：城中村改造模式的龙头，受益于中部崛起

- 立足武汉城中村改造，在城市的发展过程中，形成了较多的城中村，这些城中村的面积涉及总面积达 200 平方公里，总人口达 35.66 万。福星惠誉从 2001 年起率先进入了城中村改造的行列中，积累了丰富的经验。在未来两年武汉市政府加快城中村改造的建设中，公司具有较强的低成本拿地的优势。
- 城中村改造本身就是村民到居民的城市化进程，武汉市通过这种方式，一方面加快了城市化率的提升，另一方面又催生了大量的购房需求。
- 中心城市的集聚效应将推动武汉市房地产进一步的发展：从区域城市来看，与周边的黄石、鄂州、黄冈、孝感、咸宁等城市发展程度相比，武汉市为一枝独秀的核心城市。08 年国家也批复了“武汉经济圈”改革方案，武汉对周边城市将形成了较大的集聚效应。武汉市交通状况改善也将进一步推动集聚效应。武广高铁的建成，武汉到京、沪、蓉高速铁路、高速公路也在建设中。市区内正在规划 5-6 条地铁线，在建 3-4 条。

冠城大通：低估的高成长股，受益于海峡两岸合作规划

- 北京项目显示公司拿地开发实力。公司发起于福州，是福州市外资参与旧城改造的先驱。北京太阳星城和广渠门项目就是北京市政府对公司开发实力的肯定。
- 10 年业绩增长锁定，太阳星城未来两年还将为公司带来丰厚的利润。公司从 03 年开始分区开发太阳星城，从当年的 7000 元/m²，到最新的 40000 元/m²，为公司带来了丰厚的利润。太阳星城目前可售面积还有 70 万 m²，还将继续成为公司的盈利支柱。
- 向经济发达区域扩张，已布局国家重点规划区域。公司目前的项目储备主要分布在环渤海、长三角等经济发达区域，并且在国家重点规划区域，如前海地区、海西经济区等布局。我们认为未来经济发达的一线区域将成为商品房供应的稀缺地带，部分区域还将受到国家政策重点扶持。
- 股价刺激因素：ECFA 签订。2010 年 4 月 28 日，冠城大通股份有限公司与福建省福州市永泰县人民政府签定了海西文化创意产业园项目协议（意向）书，公司将参与规划建设的“海西文化创意产业园”项目。公司回归福州的开发建设，将受益于两岸合

作。

金融街：具有长期投资价值

- **金融街商业模式复制性强，是其扩张及成长的核心竞争力。**公司模式受到地方政府的欢迎：以房地产开发为平台，通过房地产开发来整合该区域的产业，通过产业整合起到促进区域经济发展的作用。从通州科技园，到天津项目，再到重庆核心区域的开发，金融街独特的商业模式，使得公司在拿地的过程中占得优势。
- **租售并举，不失成长性和稳定性。强大的股东实力，财务稳健。**
- **商业地产龙头，面临价值重估。**公司的商业地产占居城市核心区域，这些地区属于稀缺资源。随着土地资源稀缺性的显现，城市化进程的推进，核心地段商业地产的价值将逐步显现。当前的 NAV 为 14 元，折价 37%，价值严重低估。
- **刺激因素：**REITS，保险资金投资不动产，北京金融街西扩，重庆两江新区建设

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。